



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 16 februari 2023

Gaming Innovation Group

Fortsatt goda utsikter för stark tillväxt

Fortsatt leverans från bolaget

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 26m, vilket motsvarar en tillväxt om 44%, varav 35% var organisk. På helåret uppgick omsättningen till EUR 90,1m, vilket var i linje med given guidning. Justerad EBITDA i Q4 uppgick till EUR 10,8m, vilket motsvarar en marginal om 41,4%, en expansion från tidigare 34,9%. Justerad EBITDA på helåret var också i linje med given guidning. Segmentet Media omsatta EUR 17,8, vilket motsvarar en tillväxt om 40%. Under kvartalet inledes ett mediasamarbete med Newscorp, vilket talar för fortsatt stark tillväxt. Segmentet Platform & Sportsbook omsatte EUR 8,2m, vilket motsvarar en tillväxt om 54%, varav 35% var organisk. Intäkterna i januari steg med 29%, vilket motsvarar en organisk tillväxt om 15%. Siffran är i linje med våra estimat.

Exponering emot starka makrotrender och möjlighet till uppdelning

GIG är exponerat mot två starka makrotrender, 1) ett skifte från landbaserat casino till online 2) ökad reglering ger ett incitament för operatörer att investera i 3e-parts plattformar då ett fragmenterat regulatoriskt landskap gör det svårare för operatörer att operera på flertalet geografiska marknader. I samband med bolagets Q4 rapport meddelade bolaget att man utvärderar en uppdelning av bolaget, vilket vi bedömer kan skapa aktieägarvärde.

Marginella estimatjusteringar, men kurstriggers i närtid

Baserat på bolagets nya mediasamarbete med Newscorp höjer vi våra försäljningsestimat marginellt under prognosperioden, oförändrat 2023 och 0,6% 2024. PÅ EBITDA nivå höjer vi estimaten på innevarande år med 1,5% och med 2,0% 2024, givet att OPEX på innevarande år var något lägre än våra estimat. De EPS-justeringar som sker är delvis en följd av att antalet aktier efter Ask Gambler förvärvet nu är känt. Vi lämnar vårt motiverade värde om 38-39 kr oförändrat, men ser en tydlig trigger i närtid om en uppdelning sker.

Estimatändring		Prognos (m€)				Värde och risk															
	23e	24e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	38 - 39 kr													
Totala intäkter	-0,6%	0,6%	90	122	146	170	Aktiekurs	29,2 kr													
EBITDA, just.	1,5%	2,0%	Tillväxt	36%	36%	20%	16%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	7,5%	8,5%	EBITDA, just.	34	53	69	81	Kursutveckling 12 mån													
Kommande händelser		EPS, just.		0,0	0,1	0,2	0,3														
Q1 - rapport		04 maj 2023	EPS-tillväxt, just.	>100%	>100%	86%	33%	Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																			
Likviditetsgarant		✓																			
Certified adviser		✓																			
Transaktioner 12m		✓																			
Q2 - rapport		16 augusti 2023	EK/aktie	0,5	0,6	0,9	1,2														
Bolagsfakta (m€)		EBIT-marginal		12,7%	22,1%	29,8%	32,3%														
Antal aktier		130m	ROE, just.	10,5%	22,8%	32,4%	31,2%														
Börsvärde		341	ROCE, just.	13,9%	19,7%	27,0%	27,8%														
Nettoskuld		52	EV/Sales	4,0x	3,2x	2,7x	2,3x														
EV		393	EV/EBITDA	10,7x	7,5x	5,7x	4,9x														
Free float		83%	EV/EBIT	27,8x	14,5x	9,0x	7,1x														
Daglig handelsvolym, snitt		116k	P/E, just.	76,7x	20,1x	10,8x	8,1x														
Bloomberg Ticker		GIGO SS Equity	P/EK	4,8x	4,2x	3,0x	2,2x														
Analytiker		FCF yield		-	6%	11%	11%														
		Nettoskuld/EBITDA		1,5x	0,7x	0,1x	-0,2x														

Rikard Engberg

rikard.engberg@penser.se

Investment case

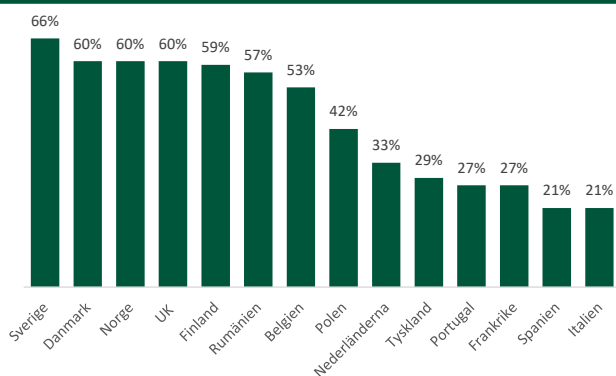
Igaming är en av de snabbast växande formerna av digital underhållning och väntas växa 11-15% kommande år. Den främsta drivkraften är att nya marknader regleras och ett ändrat beteendemönster där spelandet skiftar från offline till online. GIG har två affärsområden som gynnas av denna trend, GIG Media och GIG Platform Services. GIG Media tillhandahåller affiliatetjänster, vilket är den snabbast växande formen av marknadsföring inom iGaming industrin. Denna typ av marknadsföring tenderar att växa kraftigt på nyöppnade marknader. GIG Platform Services tillhandahåller en plattformslösning som är licensierad på flest marknader, vilket gör att man blir en stark partner för casinon som vill röra sig online och operatörer som vill nå nya marknader. Detta i kombination med att GIG har genomfört en operationell storstädning gör att vi ser att aktien kommer utvecklas väl framöver.

Bolagsprofil

Den globala spelmarknadens värde uppgår i dagsläget till ca USD 440bn, varav ca 15% av spelandet sker online. Spelandet växer i takt med den globala BNPn, varav spel online växer snabbare än offline. Vi ser tre huvudsakliga tillväxtfaktorer för iGaming-industrin:

- **Avreglering av stora marknader:** Samtidigt som USA har börjat öppna upp för spelbolag ser vi positiva signaler om avreglering i Sydamerika. Vi bedömer att exempelvis Colombia kan bli en viktig marknad för internationella aktörer. Även Brasilien har inlett en process för att införa ett licenssystem. När marknader omreglerar eller öppnas tenderar spelandet att öka eftersom det får en högre social acceptans. Dessutom blir det enklare då betaltjänster öppnar och marknadsföring tillåts.
- **Nedstängning av fysiska casinon:** Vi bedömer att pandemin har accelererat skiftet från att spela offline till online. Onlinedelen av spelandet har historiskt legat under 10%, men vi bedömer att många marknader i Europa och Asien nu har en betydligt högre andel onlinespel än innan pandemin. Vi bedömer att denna andel inte kommer sjunka tillbaka, eftersom onlinespel fått en större acceptans efter pandemin. Dessa tendenser bedömer vi sker i kraftig utsträckning i exempelvis Syd- och Centraleuropa.
- **Fortsatt digitalisering av samhället:** Vi bedömer att många tillväxtmarknader kommer att se en ökad andel onlinespelare framöver. Detta drivs av allmänna faktorer som främjar digitalisering, exempelvis utbyggnad av bredband och konvertering till smartphones.

Online spelande i Europa i förhållande till totalt spelande



Källa: H2 Capital

Globala spelmarknaden GBPm



Källa: H2 Capital

Värdering

Vi anser att GIG gynnas av samtliga makrotrender ovan, eftersom de genom sin flexibla plattform kan erbjuda sina kunder att snabbt nå de marknader som nyligen har omreglerats. Vi ser att GIG Media har agerat som en kassako till de investeringar som gjorts i plattformen och nu möjliggör en accelererad tillväxt både för omsättningen och vinsten. Detta leder till att vi ser ett motiverat värde om 38-39 kr per aktie.

Kvartalet i korthet

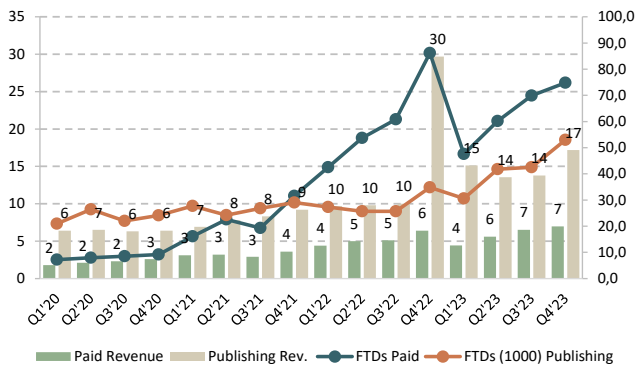
Media Services

Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 17,8m, vilket motsvarar en tillväxt om 40% y/y och 18% q/q. Tillväxten är främst driven av stora marknadsföringsinvesteringar från operatörer i samband med fotbolls-VM som gick av stapeln under kvartalet. Vi bedömer att tillväxten kommer avta under innevarande år. Bolaget har dock sett ett högt inflöde av First time depositors (FTDs) där många befinner sig på intäktsdelningskontrakt, vilket stärker den organiska tillväxten i närtid. Givet det avtal som skrevs med Newscorp i Q4, höjer vi våra antaganden för organisk tillväxt under 2024. EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 8,9m, vilket motsvarar en marginal om 50%. Siffran är i linje med marknadsledande affiliates.

Platform & Sportsbook

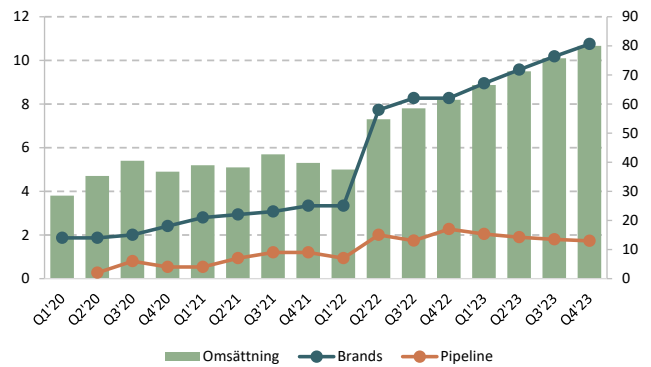
Omsättningen i kvartalet uppgick till EUR 8,2m, vilket motsvarar en tillväxt om 54%, varav 24% var organisk. Under kvartalet har sex nya avtal skrivits med olika operatörer globalt. EBITDA i kvartalet uppgick till EUR 1,8m vilket motsvarar en marginal om 22%. EBITDA växte med 309% vilket visar att segmentet nu har möjlighet att stå på egna ben. I dagsläget har bolaget totalt 62 brands och en pipeline om 17 st. Under inledningen av kvartalet har ytterligare två avtal skrivits. Pipelinen är i dagsläget något starkare än våra estimat.

Stark operativ leverans ifrån Media Services...



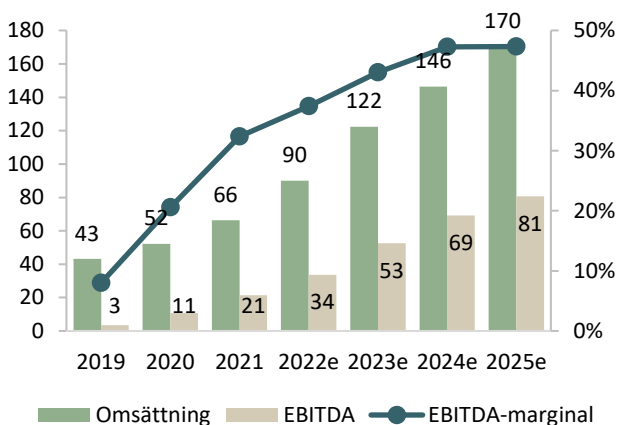
Källa:

...och Platform & Sportsbook...



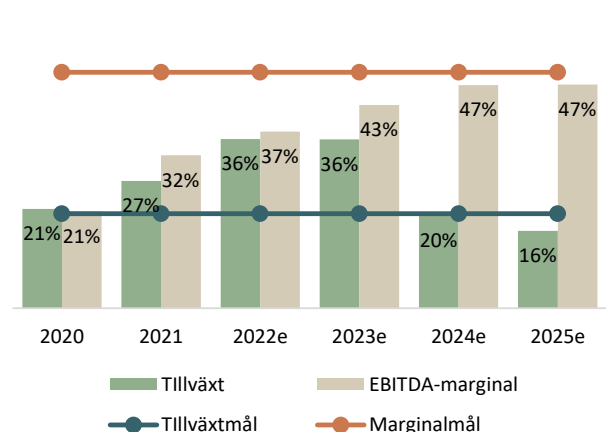
Källa:

...gör oss bekväma i våra estimat...



Källa: EPB

...och att bolaget rör sig mot sina 2024-mål

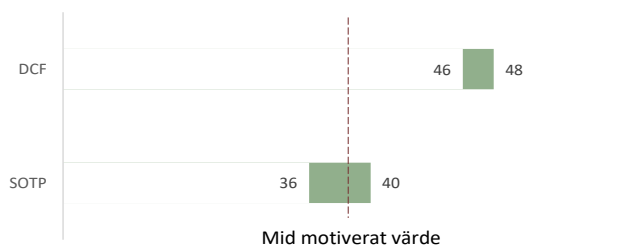
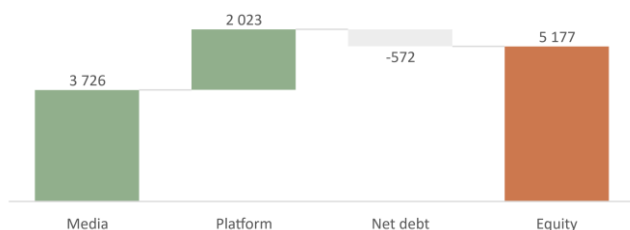


Källa: EPB

Värdering

Vi bedömer att den bästa metodiken att värdera GIG är en SOTP-värdering där vi värderar de två affärsområdena för sig. Vi bedömer att denna metod belyser de värden som kan uppstå vid den delning av bolaget som utvärderas. För Media segmentet anser vi att bolaget kommer handlas till en rabatt om 20% mot Better Collective som handlas på EV/EBITDA 10x på 2023 års estimat. Platform and Sportbok värderar vi till EV/sales 4,75x, vilket är högre än Kambi som värderas till 3x EV/Sales 2024, men lägre än Evolution som värderas till 14x. Vi bedömer att segmentet i dagsläget har ett bättre momentum än Kambi.

SOTP värdering mkr, kr



Källa: EPB

Känslighetstabell EV (EUR m)

EV GIG Media (X-EBITDA marginal, Y EV/EBITDA 2023)

	40%	42%	40%	44%	46%	48%
6,0x	205	215	205	226	236	246
8,0x	273	287	273	301	314	328
10,0x	342	359	342	376	393	410
12,0x	410	431	410	451	472	492

EV GIG Platform & Sportbook (X Tillväxt, Y EV/Sales 2023)

	34%	36%	38%	40%	42%	44%
3,5x	133	135	137	139	141	143
4,0x	152	154	156	158	161	163
4,5x	171	173	176	178	181	183
5,0x	190	192	195	198	201	204

Källa: EPB

DCF

DCF-värdering

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	384	Riskfri ränta 2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	238	Riskpremium 5,5%
Företagsvärde (EV)	622	Småbolagspremium 2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	52	Extra riskpremium 2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC 12,0%
Eget kapital	569	
Antal utstående aktier, full utspädning	135	
Eget kapital per aktie	46	

Känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal				
	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	20,0%	22,5%	25,0%	27,5%	30,0%
11,0%	48	50	52	54	56	46	49	52	54	57
11,5%	45	47	49	50	53	44	46	49	51	53
12,0%	43	44	46	48	49	41	44	46	48	50
12,5%	41	42	43	45	46	39	41	43	46	48
13,0%	39	40	41	42	44	37	39	41	43	45

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	52	66	90	122	146	170
Totala intäkter	52	66	90	122	146	170
Kostnad sålda varor	0	0	-1	-1	-1	-2
Bruttoresultat	52	66	89	121	145	169
Försäljningskostnader	-7	-11	-19	-25	-28	-32
Övriga rörelsekostnader	-34	-33	-36	-43	-48	-56
EBITDA	11	21	32	53	69	81
Jämförelsestörande poster	0	-1	-2	0	0	0
EBITDA, justerad	11	22	34	53	69	81
Avskrivningar	-12	-9	-16	-21	-21	-21
EBITA, justerad	-1	13	17	32	48	60
Amortering	-7	-4	-4	-5	-5	-5
EBIT	-9	8	11	27	44	55
EBIT, justerad	-9	9	13	27	44	55
Finansnetto	-9	-9	-7	-8	-8	-8
Resultat före skatt	-18	-1	5	19	35	47
Resultat före skatt, justerad	-18	0	6	19	35	47
Total skatt	0	1	-2	-2	-4	-5
Nettoresultat	-18	0	3	17	32	42
Nettoresultat, justerad	-18	0	4	17	32	42
Intäkstillväxt	-	27%	36%	36%	20%	16%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,4%	22,1%	29,8%	32,3%
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,03	0,13	0,24	0,32
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	86%	33%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-9	8	11	27	44	55
Övriga kassaflödesposter	25	5	20	28	23	22
Kassaflöde från den operationella verksamheten	17	12	32	55	66	77
Investeringar i anläggningstillgångar	15	-9	-48	-36	-30	-39
Kassaflöde från investeringsverksamhet	15	-9	-48	-36	-30	-39
Fritt kassaflöde	31	3	-16	19	36	38
Nyemission / återköp	0	0	25	0	0	0
Förändring av skulder	-18	0	6	0	0	0
Övriga poster	-7	-7	-8	-8	-8	-8
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-24	-7	23	-8	-8	-8
Kassaflöde	7	-4	7	11	28	29
Nettoskuld	30	37	49	38	10	-19

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	16	16	75	71	66	61
Övriga immateriella tillgångar	33	32	61	76	85	104
Materiella anläggningstillgångar	17	13	10	10	10	10
Summa anläggningstillgångar	66	62	147	157	161	175
Kundfordringar	16	18	23	31	38	44
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	9	15	26	54	83
Summa omsättningstillgångar	27	26	38	57	91	126
SUMMA TILLGÅNGAR	93	88	185	214	253	301
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	4	12	65	82	114	156
Summa eget kapital	4	12	65	82	114	156
Långfristiga räntebärande skulder	36	39	48	48	48	48
Övriga långfristiga skulder	23	9	33	33	33	33
Summa långfristiga skulder	59	48	82	82	82	82
Kortfristiga räntebärande skulder	3	4	4	4	4	4
Leverantörsskulder	25	20	23	35	42	48
Kortfristiga leasingkulder	2	3	12	12	12	12
Summa kortfristiga skulder	31	27	38	50	57	64
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	93	88	185	214	253	301

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	27%	36%	36%	20%	16%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	52%	56%	31%	17%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	51%	>100%	61%	26%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	>100%	86%	33%
Bruttomarginal	99,4%	99,6%	99,0%	99,0%	99,0%	99,0%
EBITDA-marginal	20,6%	32,3%	35,7%	43,1%	47,3%	47,4%
EBITDA-marginal, justerad	20,6%	33,4%	37,4%	43,1%	47,3%	47,4%
EBIT-marginal	Neg.	11,9%	12,7%	22,1%	29,8%	32,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	13,0%	14,4%	22,1%	29,8%	32,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	0,5%	4,5%	13,7%	21,6%	24,6%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	4%	11%	23%	32%	31%
ROCE, justerad	Neg.	17%	14%	20%	27%	28%
ROIC, justerad	Neg.	21%	16%	23%	36%	42%

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	30%	26%	26%	26%	26%	26%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	74%	61%	66%	72%	75%	71%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-4%	1%	-3%	-3%	-3%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	0,7x	0,8x	0,8x	0,8x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	30	37	49	38	10	-19
Soliditet	4%	14%	35%	38%	45%	52%
Nettoskulsättningsgrad	8,4x	3,1x	0,7x	0,5x	0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	2,8x	1,7x	1,5x	0,7x	0,1x	-0,2x

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,20	0,00	0,02	0,13	0,24	0,32
EPS, justerad	-0,20	0,00	0,03	0,13	0,24	0,32
FCF per aktie	0,35	0,03	-0,13	0,15	0,28	0,29
Eget kapital per aktie	0,04	0,12	0,52	0,63	0,87	1,20
Antal aktier vid årets slut, m	90,6	98,4	126	130	130	130
Antal aktier efter utspädning, snitt	90,6	98,4	126	128	130	130

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

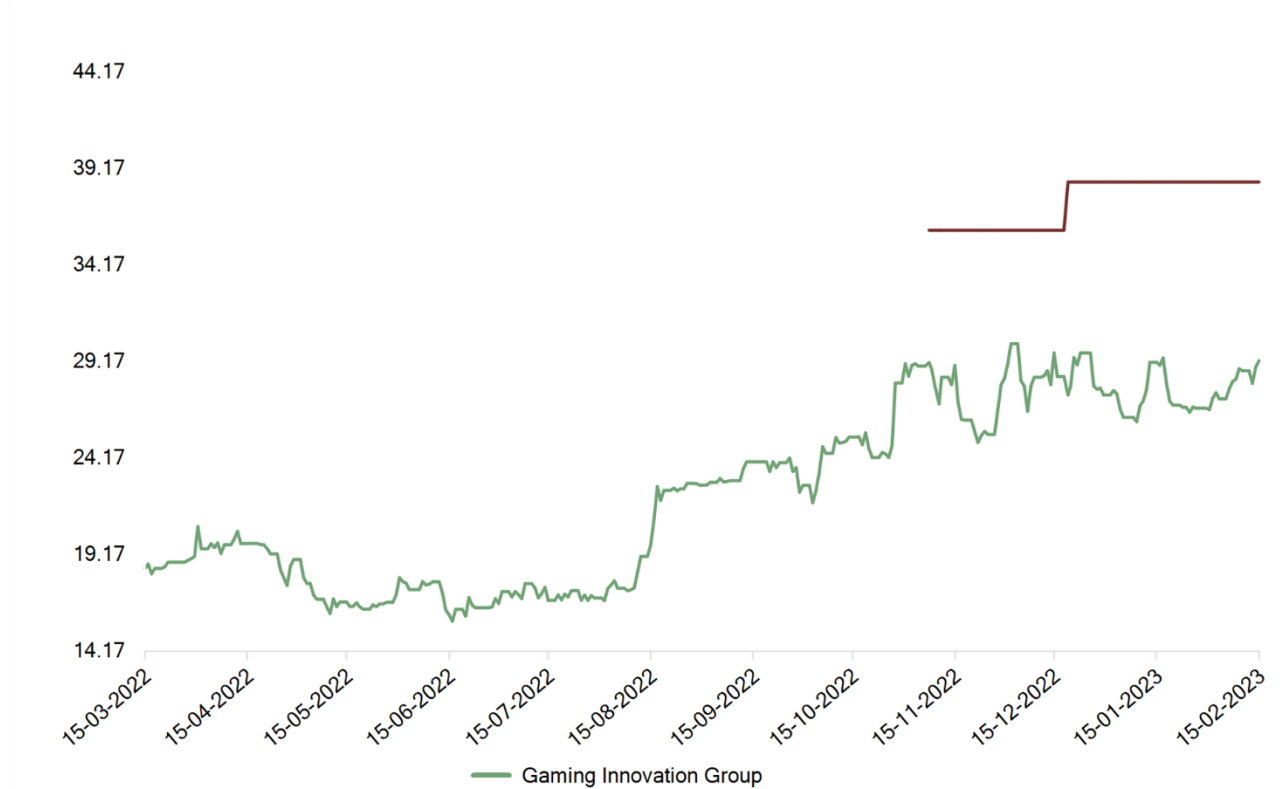
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	585,2x	76,7x	20,1x	10,8x	8,1x
P/EK	29,0x	15,0x	4,8x	4,2x	3,0x	2,2x
P/FCF	3,3x	56,1x	Neg.	17,7x	9,4x	9,0x
FCF-yield	30%	2%	Neg.	6%	11%	11%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,6x	3,3x	4,0x	3,2x	2,7x	2,3x
EV/EBITDA, justerad	12,5x	9,7x	10,7x	7,5x	5,7x	4,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	25,1x	27,8x	14,5x	9,0x	7,1x
EV	135	216	361	393	393	393
Aktiekurs	1,2	1,8	2,5	2,6	2,6	2,6

Källa: Gaming Innovation Group, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Gaming Innovation Group (GIGO SS Equity)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se